

生保の資産運用の潮流

定森 高之

1. 生保の収支の基本構造について

生保事業収入の大部分は契約者から払込まれる保険料と、資産運用による利息配当金収入からなる。62年度の業界全体の収入総額は約32兆円で、うち保険料収入は22兆円、利息配当金収入は5兆円であった。一方、支出は保険契約にもとづいて保険金、年金、配当金等の形で支払われる契約者支払金、事業費および将来の保険金支払いに充当される保険契約準備金繰入が主なものであり、同年度における支出総額29兆円のうち、それぞれの構成比率は33%、12%、45%であった。なお収支の差額は剰余金としてその大部分が契約者配当準備金に繰入れられ翌年度以降、契約者に配当金として還元される。

この収支構造の中で、生保マネーの源泉となるのは保険契約準備金とその大宗であり、なかんずく責任準備金が約9割を占めている。一方、自己資本としての資本勘定は生保の場合以下に説明する仕組みにより、事業が軌道に乗った後は多額の保険契約準備金が形成され、資本の必要性がなくなるため、金額ウエイトはきわめて低く、大部分は当年度の剰余金であり、毎期99%以上が剰余金処分として契約者配当準備金に繰入れられる。

保険契約準備金の大部分を占める責任準備金は生命保険料の計算が平準保険料方式で行なわれていることに伴い、個々の契約期間の前半において発生する剰余部分とその主な源泉としている。したがって新契約が順調に伸び、総保有契約の平均経過年数が総平均契約期間の半ばを越えない状態では、保険料の累増効果がフルに働くことになる。生保マネーが長期間比較的安定した伸び率を示す基本的理由はここにある。わが国の場合、契約の平均経過年数が未だ比較的短いことから、成熟段階に入った米国に比べ資金量の伸びが相当高い。

(ちなみに、米国生保が金融革命進展の過程で必ずしも成功しなかった理由についていくつかの論拠があるが、

保有契約の平均経過年数が長くなったことによるキャッシュフローの弱体化傾向もその根本的背景として無視できない重要な要素である)

2. 生保マネーの急成長の背景とその特性について

生保マネーは近年一貫して高水準の伸び率を示してきた。表1の「金融機関資力の推移」に掲げたように、生保の全金融機関中に占める資金量のシェアは、50年度の4.7%から62年度には7.6%へと上昇している。この期間に資金量シェアの上昇した金融セクターは生保、損保、資金運用部、簡保・郵便年金であるが、資金量の伸び率は生保が6.1倍で一番高く、全金融機関合計で3.7倍にとどまっている。

このように生保マネーが急増した背景には、所得水準の向上に伴う「ゆとり」が、万一に備えた保障ニーズを拡大させ、さらに加えてきたるべき長寿社会に対する家計の自助努力の必要性にも目を向けさせるようになったという事情がある。また生保業界サイドの要因としては

①家計のニーズを的確にキャッチする専門セールスマンによる強大な販売組織の存在、

②時代を先取りした保険と貯蓄を巧みにハーモナイズした新商品の開発(例:各種のオーダーメイド化した終身保険)、

③低金利時代の到来で消費者の金利意識が高まる中、生保の高水準で長期間安定した利回りが相対的に脚光を浴び、伝統的な「安定、安全」のイメージに一時払養老保険に代表される「高利回り・有利」という新たなイメージが加わったこと等が挙げられる。

今後もこの基本的構図は当分のあいだ大きく変化することはないと考えられる上、前述した保険料の累増効果を併せ考慮すると、生保マネーの高成長は少なくとも21世紀初頭までは続くものと思われる。

なお、生保マネーの最大の特性は、前述のようにその源泉の大部分を平準保険料方式からもたらされる責任準備金の蓄積によっていることから、他に類を見ない超長期

さだもり たかゆき 第一生命保険

〒100 千代田区有楽町1-13-1

表1 金融機関資力の推移

(単位: 億円, %)

機 関 別	50		59		60		61		62		
	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比	
全 国 銀 行	銀行勘定	1,081,554	39.4	2,575,896	34.4	2,804,988	34.1	3,080,814	33.7	3,453,667	34.0
	信託勘定	202,938	7.4	475,408	6.4	542,652	6.6	652,709	7.1	721,236	7.1
相 互 銀 行	161,490	5.9	363,070	4.9	386,453	4.7	423,131	4.6	457,376	4.5	
信 用 金 庫	197,006	7.2	472,313	6.3	504,820	6.1	546,483	6.0	599,017	5.9	
農 業 協 同 組 合	152,320	5.5	361,861	4.8	387,360	4.7	407,261	4.5	431,910	4.3	
生 命 保 険	127,942	4.7	450,141	6.0	529,451	6.4	639,062	7.0	776,116	7.6	
損 害 保 険	32,756	1.2	93,493	1.3	106,283	1.3	135,344	1.5	158,128	1.6	
資 金 運 用 部	427,380	15.6	1,518,485	20.3	1,669,628	20.3	1,812,399	19.8	1,971,834	19.4	
簡 保 ・ 郵 便 年 金	66,678	2.4	255,453	3.4	285,623	3.5	325,876	3.6	368,471	3.6	
合 計 (そ の 他 共)	2,746,835	100.0	7,477,878	100.0	8,232,730	100.0	9,140,569	100.0	10,159,599	100.0	

(注) 日本銀行調べ、生命保険、損害保険、簡保・郵便年金は運用資産総額

性と累増性にある。資産運用にさいしては、この特性を最大限生かすことが競争上の優位性を確保する上でのポイントとなる。

3. 生保の資産運用における基本ルールについて

生保マネーはその公共性の高さから契約者の財産が安全、確実に運用されるよう種々の法的規制を受けている。資産運用に対する規制の根拠となっているのは「保険業法施行規則」で、これには保険会社が利用できる財産の種類が限定列挙されている。さらにその財産利用について総資産に対する割合の限度についての規程がある。これを受け、各保険会社は基礎書類として「財産利用方法書」を作成、これにもとづいて日常の投融资活動を行なっている。

現行の「財産利用方法書」の主な内容は次のようになっている。

〈財産の種類および制限〉

一般勘定 (有価証券)	総資産に対する割合
○国内公社債	制限なし
○株式	30%以内
○外国有価証券 (不動産)	30%以内 20%以内
(貸付)	
○有価証券担保貸付	30%以内

○不動産・動産・財団担保貸付	50%以内
○指名債権担保貸付	5%以内
○国、公共団体、公共企業貸付	制限なし
○銀行保証貸付	制限なし
○非居住者貸付	10%以内
○特定基準該当会社貸付	30%以内
○住宅関係貸付	制限なし
○消費者ローン	10%以内
○約款貸付 (金銭の信託) 有価証券 (任意運用枠)	5%以内 3%以内
(財産利用の分散)	
○同一会社の社債および株式の所有	10%以内
○同一会社の社債および株式を担保とする貸付	10%以内
○同一人に対する貸付	3%以内
○同一の金融機関に対する預貯金	10%以内
○同一の信託会社に対する信託	10%以内
○同一物件を担保とする貸付	5%以内
○同一金融機関の保証する貸付 (外貨建資産)	10%以内 30%以内

4. 資産ポートフォリオの歴史的推移とパフォーマンス

昭和30年度以降の全生保会社合計のポートフォリオの資産構成と各年度におけるニュー・マネーの資産別配分

表2 資産構成の推移

(単位: 億円, %)

年 度	現金・預金	コール・ローン	貸付金	有価証券	不動産・ 建設仮勘定	その他	総資産
	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)
30	72 (3.7)	38 (2.0)	939 (48.7)	642 (33.2)	198 (10.3)	41 (2.1)	1929 (100.0)
40	253 (1.1)	256 (1.1)	13,890 (61.9)	5,391 (24.0)	2,428 (10.8)	212 (1.1)	22,431 (100.0)
50	1,616 (1.3)	635 (0.5)	87,572 (67.9)	27,919 (21.7)	10,201 (7.9)	987 (0.8)	128,930 (100.0)
52	2,322 (1.4)	1,005 (0.6)	109,501 (64.2)	44,121 (25.9)	12,070 (7.1)	1,441 (0.8)	170,460 (100.0)
53	3,074 (1.6)	944 (0.5)	118,955 (60.6)	58,195 (29.6)	13,151 (6.7)	1,999 (1.0)	196,318 (100.0)
54	3,455 (1.5)	1,818 (0.8)	134,678 (59.2)	70,213 (30.9)	14,755 (6.5)	2,523 (1.1)	227,443 (100.0)
55	4,452 (1.7)	2,149 (0.8)	156,851 (59.7)	79,760 (30.4)	16,478 (6.3)	2,888 (1.1)	262,578 (100.0)
56	5,626 (1.9)	1,544 (0.5)	175,045 (58.2)	96,910 (32.2)	18,418 (6.1)	3,445 (1.1)	300,988 (100.0)
57	9,767 (2.8)	1,285 (0.4)	196,692 (56.8)	113,279 (32.7)	20,863 (6.0)	4,252 (1.2)	346,138 (100.0)
58	16,832 (4.3)	957 (0.2)	211,575 (53.5)	136,530 (34.5)	24,067 (6.1)	5,307 (1.3)	395,269 (100.0)
59	30,450 (6.7)	1,141 (0.2)	230,640 (50.4)	160,505 (35.1)	27,406 (6.0)	7,260 (1.5)	457,401 (100.0)
60	62,486 (11.6)	1,467 (0.3)	243,722 (45.2)	139,814 (35.2)	31,962 (5.9)	9,255 (1.7)	538,706 (100.0)
61	75,705 (11.6)	1,301 (0.2)	256,366 (39.2)	367,919 (41.0)	37,770 (5.8)	14,109 (2.2)	653,172 (100.0)
62	94,052 (11.9)	2,233 (0.3)	285,632 (36.0)	343,337 (44.1)	44,862 (5.7)	16,467 (2.1)	792,584 (100.0)

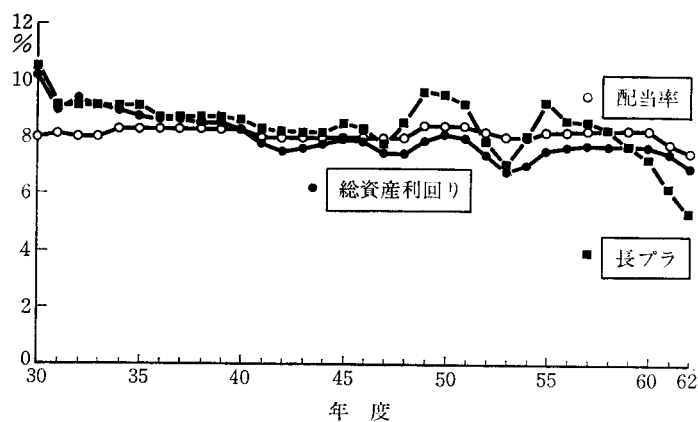


図1 長期プライムレート、総資産利回り、配当率の推移
(出典:「生命保険ファクトブック」生命保険文化センターより)

表3 増加資産構成の成移

(単位:億円,%)

年 度	現金・預金	コール・ローン	貸付金	有価証券	不動産・ 建設仮勘定	その他	増加資産
	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)	金額 (構成比)
30	20 (3.9)	17 (3.3)	220 (42.5)	232 (44.8)	28 (5.4)	1 (0.2)	518 (100.0)
40	20 (0.5)	86 (2.0)	2,551 (60.3)	1,119 (26.4)	434 (10.3)	20 (0.5)	4,230 (100.0)
50	281 (1.6)	▲ 289 (▲1.6)	12,114 (67.3)	4,784 (26.6)	968 (5.4)	135 (0.8)	17,993 (100.0)
52	304 (1.4)	38 (0.2)	9,759 (45.4)	10,131 (47.1)	1,054 (4.9)	228 (1.1)	21,514 (100.0)
53	753 (2.9)	▲ 61 (▲0.2)	9,454 (36.6)	14,073 (54.4)	1,081 (4.2)	558 (2.2)	25,858 (100.0)
54	381 (1.2)	874 (2.8)	15,723 (50.5)	12,018 (38.6)	1,604 (5.2)	525 (1.7)	3,125 (100.0)
55	997 (2.8)	331 (0.9)	22,173 (63.1)	9,547 (27.2)	1,722 (4.9)	365 (1.0)	35,135 (100.0)
56	1,173 (3.1)	▲ 605 (▲1.6)	18,194 (47.4)	17,150 (44.6)	1,940 (5.1)	557 (1.5)	38,410 (100.0)
57	4,141 (9.2)	▲ 259 (▲0.6)	21,647 (47.9)	16,369 (36.3)	2,445 (5.4)	807 (1.8)	45,150 (100.0)
58	7,065 (14.4)	▲ 329 (▲0.7)	14,883 (30.3)	23,252 (47.3)	3,204 (6.5)	1,056 (2.1)	49,131 (100.0)
59	13,618 (21.9)	184 (0.3)	19,065 (30.7)	23,974 (38.6)	3,339 (5.4)	1,953 (3.1)	62,133 (100.0)
60	32,036 (39.4)	326 (0.4)	13,082 (16.1)	29,309 (36.0)	4,556 (5.6)	1,994 (2.5)	81,305 (100.0)
61	13,219 (11.6)	▲ 166 (▲0.1)	12,644 (11.1)	78,105 (68.2)	5,808 (5.1)	4,855 (4.2)	114,466 (100.0)
62	18,347 (13.2)	932 (0.7)	29,266 (21.0)	81,418 (58.4)	7,091 (5.1)	2,358 (1.7)	139,412 (100.0)

割合をそれぞれ表2, 表3に掲げた。

戦後の混乱期を除くと昭和30年代から50年代の前半までは貸付金中心の運用の時代が続いた。特にこの時期の前半は民間資金が絶対的に不足していたことから、生保資金に対しては長期の良質資金として基幹産業や公共関係からも旺盛な借入需要があった。資金の絶対的不足の環境下にあっては当然貸付金が他の資産に比較し総合的に見て最も妙味のある運用対象であった。

図1に貸付金の基準金利である長期プライムレート、全生保の総資産利回り(ハーディー方式)および配当率(予定利率プラス普通利差配当率)の推移を掲げた。この時期においては資産運用に伴うリスク管理は実質的にはあまり重要な問題ではなかった。貸付先は大企業が中心であり、多少信用リスクがあると思われる先について

も銀行保証が融資条件となっていたからである。

その後、オイルショックを契機に50年代に入ると経済が安定成長に入り、大企業を中心に企業の借入需要が鎮静化していった。同時に金利も趨勢的に低下傾向をたどりはじめた。生保各社は対応策として貸付先のターゲットを従来の大都市圏の大企業中心から全国各地の中堅・中小企業へと拡げ、貸付金のポートフォリオにおける占率低下の回避に努めた。しかしながら結果的には企業の借入需要の減少の流れには勝てず、50年代後半より貸付金の占率は急激に低下していった。この穴を埋めたのが有価証券投資であり、なかでも公社債投資がその中心となっている。企業の借入需要が旺盛だった時期においては、公社債投資は資金繰りや余資運用のためのバッファーとしての位置づけでしかなかった。公社債投資が本格化

したのは金利の低落傾向が顕著となった50年代後半からで、この間、市場の整備も進んだことから投資対象としての魅力が増大していった。ただ、国内金利の低下につれ国内公社債のトータル・リターンベースでの投資採算は向上していったが、直利ベースの利回りでは依然として貸付金に比較し低かったことから、表面金利の高いドル債を中心とする外債のウェイトを増大させることで総資産利回りの低下を回避する投資行動を取った。なお、前述の財産利用方法書において、61年3月までは外国有価証券の所有が総資産の10%以下に制限されていたため、貸付金の減少を埋める、金利の高い補完的資産として外貨預金への積極取組みが進んだ。表3で59年度および60年度における現金・預金項目が急増しているのはこのような事情による。

貸建資産合計の総資産占率は、62年度末で約2割に達している。有価証券のうちの株式は30年代前半には、総資産の3割近くを占めていたが、前述のように貸付金への配分比率を高めていったことから、30年代の終りには2割程度にまで低下した。その後、証券不況のもとでの協力要請等で40年代前半の数年間には占率が急上昇した。現在の生保の保有株式の核がこの時期に形成されたといえる。不動産投資は40年代にはほぼ全国の営業拠点の整備が終り、50年代に入ってから投資用物件に注力し始めた。不動産は長期間にわたって安定的な賃貸料収入が期待でき、しかもインフレヘッジ性を備えているため、生保に最も適した投資分野と考えられることから各社とも積極的に取り組んでいるが、優良物件の数には限度があるため総資産の伸びに追いつかず、占率は低下気味である。

以上見てきたように、生保のポートフォリオのアセットミックスはインカムゲインを極大化する方向で変遷を重ねてきた。その成果としての総資産利回りの推移を図1に掲げた。50年代後半から長期プライムレートは年度間平均ベースでは一貫して低下傾向をたどり戦後最低水準を更新している。このような金利環境の中で生保の資産運用は貸付金の減少を具体的には外債を中心とするハイクーポン付きの公社債、キャピタルゲインをインカムゲインとして計上できる特定金銭信託、高金利通貨建の外貨預金等の占率を高めることでカバーしてきた。その結果、総資産利回りは62年度に例をとると、長期プライムレートが5%台へ低下したにもかかわらず、7%台を維持している。通常、長期プライムレートと総資産利回りの関係は、将来の含み資産の形成のため不動産、株式等の直利の低い資産へも一定額を配分しているので、総

資産利回りの方が低くなるのが常態であるだけに、直近3年間のアセットミックスの組み替えによる効果は非常に大きいといえる。この成果が配当率に反映されているため、配当率（予定利率プラス普通利差配当率）は過去30年以上8%前後で安定的に推移してきた。2~3年前から一時払養老保険が人気を集めているが、これは市中金利の大幅な低下を反映して一般の貯蓄型の金融商品の利回りが軒並み低下する中で上記のように長期間安定的な利回りを維持してきた生保の魅力が相対的に高まったことによるものである。

5. 今後の資産運用の留意点

(アセット・アロケーションとリスク管理)

生保のアセットミックスは前述のように過去2~3年で内容的にいちじるしい変化をとげた。その背景にはセキュリティゼーションの進展に伴う有価証券投資の占率上昇、国際化の進展に伴う外貨建資産の占率上昇がある。これらの運用環境の変化は必然的に金利・為替リスクの増大をもたらした。それに伴って投資成果を測る尺度についても変更の必要が生じている。貸付金が運用の主力であった時期においてはインカムゲインの極大化が理論的にもまた現実的にも妥当性をもった目標であった。しかし内外の有価証券投資が運用の主力になった現在インカムゲインを極大化する投資行動は理論的妥当性を持ち得ない。したがって、現在改めて生保の資金特性を生かした合理的なアセット・アロケーションとリスク管理を再構築する必要性が高まってきている。

一般的にこの種のリスクを測定する手法としては投資収益率の標準偏差が用いられる。たとえば、まず投資期間を1年間と設定した場合、各種の投資対象からもたらされるリターンの水準と、それに対応するリスク水準を測る。次に投資期間を仮に5年間と設定し、同様の投資対象からもたらされるリターンの水準と同じくそれに対応するリスク水準を測った場合、一定のリターンの水準においては、投資期間の長い方がリスク水準は低くなることが経験的に実証される。生保資金はマーケットに参加する資金としてはおそらく実質的に最長のマチュリティーをもっていると考えられるから、この投資期間を考慮したリスクとリターンの「法則」を活用すれば一般に市場が認識しているリターンに対応するリスクよりも実質的に低いリスク負担でそのリターンを享受できる勘定になる。つまり、投資期間を長く設定することによって一般に市場が認識するリスク（すなわち、市場の参加者の平均的な投資期間に対応するリスク）と生保にとって

の実質的なリスク水準のレシオが大きい投資対象ほど生保資金にとって投資効率の競争上の優位性があることになる。実証データによっても常識的にも同様の結果となるが、レシオの大きい順に投資対象を並べると、①株式②不動産③公社債④貸付金となる。したがって今後の生保のアセットアロケーションは、現在の姿より株式、不動産のウェイトを高めていく方向が望ましいと考えられる。

リスク管理上のもう1つのポイントは分散投資の徹底である。短期的な運用においては定量的なリスク・リターン測定およびそれにもとづく各種のヘッジ技法が有効な場合も多いが、生保のように長期の運用のリスクヘッジには限界があるように思われる。生保の資産運用のパースペクティブには目先の金利、為替リスクのみならず一国の長期にわたる経済力の盛衰とか、あるいは大地震等の異常危険への対応といったものも含まれているだけに、投資先(国、地域)、投資対象(業種、企業、物件)、投資期間を極力分散することが、常識的ではあるが、最も重要である。

一方、負債サイドのリスク管理については、米国生保の動向を研究することによって、わが国生保が将来直面するかも知れない事態への教訓を学ぶことができる。すなわち金利が急上昇する局面に備えての準備ができていないと、苦境に追い込まれるおそれがあり、またその苦境から脱するための商品政策で誤りを犯すと再び窮地に落ち込むといったことである。現在関心を呼んでいるALM (Asset Liability Management; 資産負債の総合管理) については上記の視点で研究している。ただ、現状ではわが国生保の商品体系には米国生保のALMの導入や、商品ごとの資産のセグメンテーション導入の契機となったGICs (Guaranteed Interest Contract; 利率保証投資契約) などの利回り保証型の商品がないので、当面その必要性は薄いと思われる。またALMの目的の1つである流動性確保のチェックについても、保険関係の収支では当分のあいだ大幅な入超が続く(理由については前述の収支の基本構造の箇所参照) 一方、保有資産の換金性も十分に高いため、流動性上の問題は生じないと考えられる。なお、一時払養老保険のインパクトについても、一時期に比べれば増加テンポが落ち着いているので十分に吸収可能と見ている。

6. ま と め

金融の自由化、国際化の進展により長期資金の投資家としての生保とスプレッド貸しを本業とする銀行等の金融機関との立場の違いが今後一層明確になっていくものと思われる。昭和30年から50年前半までの運用環境は、資金が絶対的に不足していた上に金融市場も各種規制の下で不完全であったことから貸付金のプレミアムが大きかった。このような環境のもとで生保が銀行等と類似の行動をとってきたのは、産業界からの要請、内外証券市場へのアクセスの不自由さ等の理由による。しかしながら、このような投資行動は生保資金の特性を最大限に発揮する行動としては適切ではなかった。それにもかかわらずペナルティーを実質上被らなかつたのは、どの生保も同じ行動を取ったこと、生保の配当政策がインカムゲイン中心であったこと、わが国独特の風土に根ざした金融政策により金利リスクが実態上小さかったこと等によるものと考えられる。しかし、これらの要因は金融の自由化、国際化によって大きく変化し始めている。これまで述べてきた基本認識をふまえ、今後生保の資産運用がめざす方向は、以下のようなものになるのではないだろうか。

①ポートフォリオの重点を長期の「投資家」としての立場を明確化したものに置き、したがってポートフォリオをリスクフリー化させていく途は選択しない。なぜならば一定のプレミアムの期待できるリスクをとることが差別化の条件であり、生保資金の特性を生かせば、とったリスクを部分的には極小化することが可能(市場が認識するリスクと生保がとる実際のリスクとの差、すなわち資金の長期性がリスクを下げる仕組みが働く) であると考えられるからである。

②具体的には株式と不動産のウェイトを従来より高かったポートフォリオを組成していく。これにはインフレに対する抵抗力を十分につける狙いもある。その上で、これらの重点投資分野の中で極力分散(すなわち各国の成長率格差、インフレ率の差によるリスク回避のための国際分散投資を徹底するとともに、株式については業種分散、大型、小型、店頭、非上場など規模・取引市場の分散、不動産では地域、投資形態の分散など) を図っていくことが必要となろう。